

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工制造

行业周报（20190401—20190407）

维持评级

报告原因：定期报告

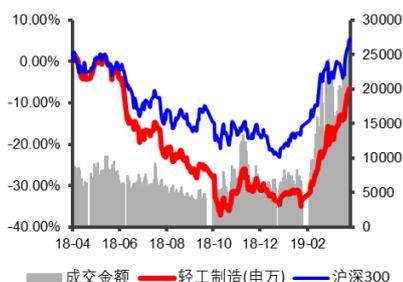
从齐心集团看办公用品 B2B 市场的增长逻辑

中性

2019 年 4 月 7 日

行业研究/定期报告

轻工行业近一年市场表现



市场基本状况

| | |
|--------------|---------|
| 上市公司数 | 124 |
| 行业总市值(亿元) | 7870.12 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 3092.30 |

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

Email: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：杨晶晶

Tel: 010-83496308

Email: yangjingjing@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

投资要点

- 本周，我们调研了办公用品 B2B 领域的领军企业齐心集团。以下是本次调研总结：从增量、存量两个方面看办公用品 B2B 市场的增长逻辑。
- 增量空间广阔：“大行业、小公司”，龙头市占率提升是确定趋势。受益于国家阳光化、集中化采购政策，办公用品由分散化供应变为集中供应，办公集采发展前景广阔，按 1000 家头部客户最保守的 5000 亿元的年采购金额估算，市场空间非常广阔。另一方面，行业集中度较低，未来存在整合空间，对标美国史泰博、欧迪办公（本土市占率合计超过 80%），龙头企业有望持续提升市场份额。
- 存量重在盈利能力的提升：提升经营效率、自有产品占比和新型品类延拓，是毛利率提升的主要路径。（1）通过创新的供应链管理新模式，提升经营效率。（2）提升自有产品占比，相比代理产品，齐心集团自有产品的毛利率更高。（3）重点布局核心高毛利商品，提升新型高毛利产品的占比，包括员工福利、MRO 工业品、办公设备租赁等高毛利率产品和服务。
- 投资建议：办公文具行业，优选产品线完善、客户资源和订单储备丰富、供应链整合与服务能力优秀的龙头，**建议关注**晨光文具、齐心集团。家具行业，**建议关注**全屋定制+整装领跑行业的尚品宅配，与喜临门强强联手的软体龙头顾家家居，大家居+信息化厚积薄发的欧派家居。

市场回顾

- 本周，上证综指上涨 5.04%，报收 3246.57 点，轻工制造指数上涨 4.89%，在申万 27 个一级行业中排名第 18。分子行业来看，涨跌幅由高到低分别为：其他轻工制造(7.84%)、包装印刷(6.39%)、造纸(6.17%)、家具(4.01%)、珠宝首饰(1.76%)、文娱用品(1.61%)。

行业动态

- 国美布局“舒适家”业务，2019 年欲设 500 家体验厅
- 阿里入股家装服务商“匠多多”
- 2019 年第 5 批进口废纸许可证公示 核定进口量 229.15 万吨

风险提示

- 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险等。



目录

| | |
|----------------------|----|
| 1. 本周主要观点及投资建议 | 4 |
| 1.1 办公文具 | 4 |
| 1.2 家具行业 | 5 |
| 2. 行情回顾 | 7 |
| 3. 行业重点数据跟踪 | 9 |
| 3.1 家具 | 9 |
| 3.2 包装 | 10 |
| 3.3 文娱及其他 | 11 |
| 4. 行业动态及重要公告 | 12 |
| 4.1 行业要闻 | 12 |
| 4.2 上市公司重要公告 | 13 |
| 5. 风险提示 | 14 |



图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：大办公文具市场规模及增速 | 4 |
| 图 2：北美办公用品市场 CR2 为 81% | 4 |
| 图 3：30 大中城市商品房成交套数当月同比 | 5 |
| 图 4：30 大中城市商品房成交面积当月同比 | 5 |
| 图 5：全国住宅竣工面积及同比增速 | 6 |
| 图 6：住宅新开工面积累计值及同比增速 | 6 |
| 图 7：申万一级行业指数涨跌幅排名 | 7 |
| 图 8：轻工制造行业各子板块涨跌幅对比（%） | 8 |
| 图 9：主要板材价格指数走势 | 9 |
| 图 10：TDI 和 MDI 价格走势 | 9 |
| 图 11：十大城市商品房成交套数 | 10 |
| 图 12：30 大中城市商品房成交套数 | 10 |
| 图 13：瓦楞纸出厂平均价走势（元/吨） | 10 |
| 图 14：箱板纸国内平均价走势（元/吨） | 10 |
| 图 15：包装下游行业零售额及增速 | 11 |
| 图 16：卷烟当月产量及同比增速 | 11 |
| 图 17：文教、工美、体育和娱乐用品制造业主营业务收入 | 11 |
| 图 18：文教、工美、体育和娱乐用品制造业利润总额 | 11 |
| 表 1：轻工制造行业个股涨跌幅排名 | 8 |

1. 本周主要观点及投资建议

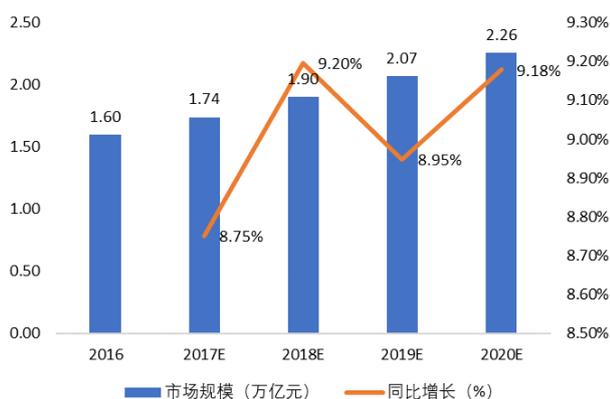
1.1 办公文具

本周，我们调研了办公用品 B2B 领域的领军企业齐心集团。以下是本次调研总结：从增量、存量两个方面看办公用品 B2B 市场的增长逻辑。

增量空间广阔：“大行业、小公司”，龙头市占率提升是确定趋势。 受益于国家阳光化、集中化采购政策，办公用品由分散化供应变为集中供应，叠加政府和企业的成本控制需求提升，办公集采发展前景广阔。目前电商化集中采购在央企、国企领域的普及程度只有 20%左右，按照国资委要求，未来 5 年央企办公物资要实现 100% 的电商化集中采购，按 1000 家头部客户最保守的 5000 亿元的年采购金额估算，市场空间非常广阔。另一方面，行业集中度较低，未来存在整合空间，对标美国史泰博、欧迪办公（本土市占率合计超过 80%），齐心集团有望凭借龙头实力持续提升市场份额。

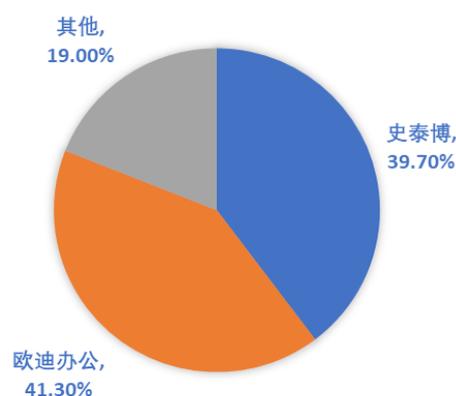
办公用品 B2B 业务在国外基本已经处于寡头垄断，中国仍处在跑马圈地、抢占市场份额的阶段，未来国内的增长会很快。目前国内年销售额在 10 亿元以上的办公文具企业仅有得力文具、齐心集团、晨光文具等少数几家，大多数企业的规模化、专业化水平较低，供应链整合能力和综合服务能力较弱。而美国的办公用品直销市场占比达到 50%，CR2 超过 80%，主要被史泰博、欧迪办公、OfficeMax 等老牌办公用品巨头占据。随着我国政府及企业采购电商化、集中化和阳光化，新零售模式下办公直销市场蓬勃发展，办公直销行业整合加快，品牌企业具有更大的竞争优势，未来行业集中度将逐步提升。

图 1：大办公文具市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

图 2：北美办公用品市场 CR2 为 81%



资料来源：观研天下，山西证券研究所

存量重在盈利能力的提升：提升经营效率、自有产品占比和新型品类延拓，是毛利率提升的主要路径。

(1) 不断加强品类管理并在技术端完善中后台信息化系统，渠道端加快构建纵横一体化服务网络。通过有

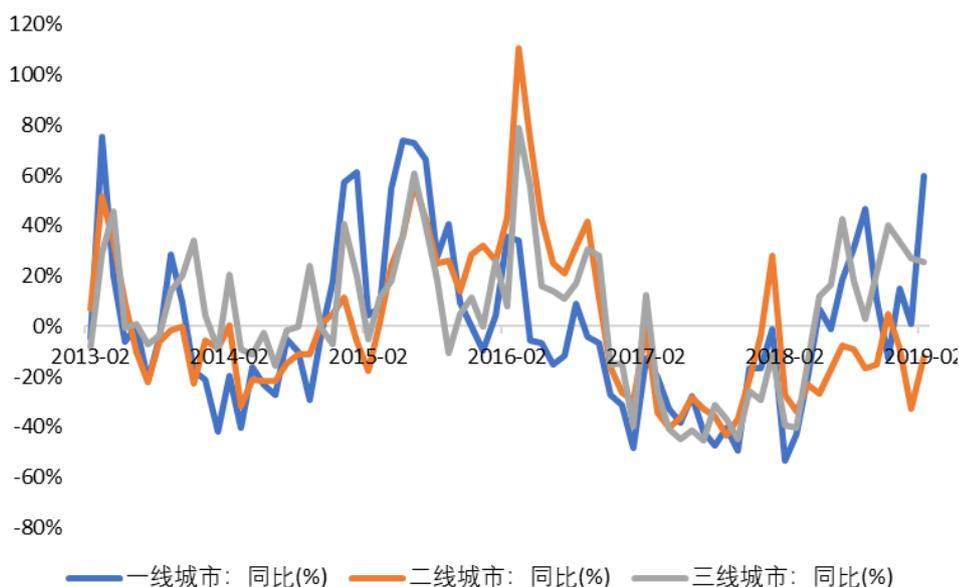
效的供应链管理模式，提升经营效率。(2) 提升自有产品占比，相比代理产品，齐心集团自有产品的毛利率更高，自有品牌产品销售占比提高，综合毛利率自然会提高。齐心集团目前拥有 25 个自有品牌三级类目，产品品类 3000SKU，覆盖了办公用品、设备及耗材、办公用纸、生活劳保、学生用品、包装用品等场景所需，通过自有品牌进一步夯实了品牌影响力和产品竞争力。(3) 重点布局核心高毛利商品，加强品类延拓，提升新型高毛利产品的占比，包括员工福利（主要是央企和政府）、MRO 工业品（细分、专业性强、品类特别多）、办公设备租赁等高毛利率产品和服务。

文具办公行业是我们今年重点关注的子领域。我们在 2019 年度策略中提出：受益于消费升级和教育、办公人群的规模支撑，“小而美”、中高端、品牌化文创消费开始释放活力，文娱用品刚性需求庞大，预期 19 年有较大增长动力和亮点，具备研发、设计、制造、渠道等多方面优势的企业有望进一步提升市场空间；同时，文娱消费受到宏观经济下行和贸易战的影响较低，整体风险点较小。我们继续坚持业绩成长性强和市占率提升的双重选股逻辑，建议优选细分龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种：齐心集团、晨光文具（科力普）。

1.2 家具行业

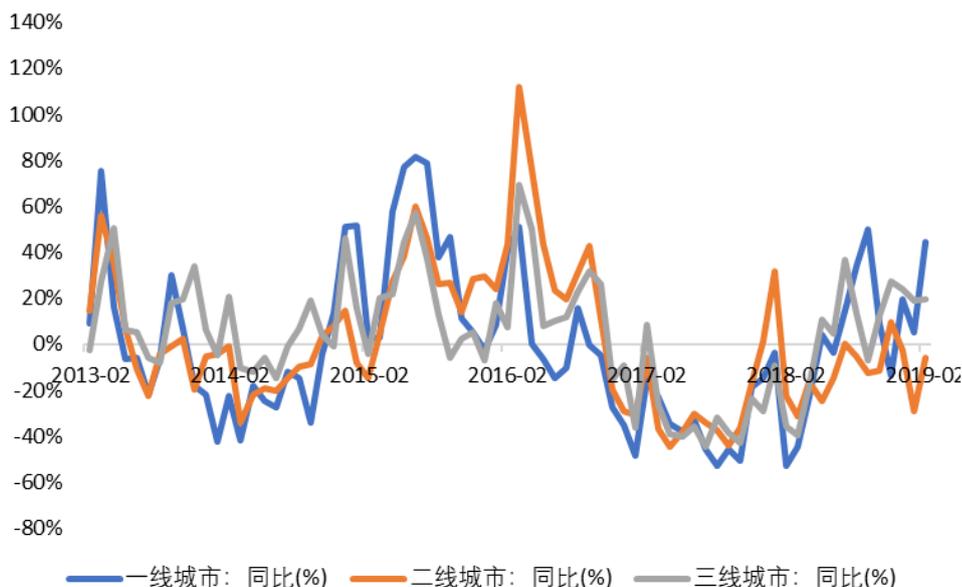
一二线城市地产销售明显边际改善。30 大中城市商品房成交套数：2 月一线、二线、三线同比增速分别达到 60%、-12%、25%。30 大中城市商品房成交面积：2 月一线、二线、三线同比增速分别达到 45%、-6%、19%。2 月以来，一线城市新房住宅成交量增速大幅提速，二线城市成交量增速触底回升。

图 3：30 大中城市商品房成交套数当月同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 4：30 大中城市商品房成交面积当月同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

1-2 月全国住宅竣工面积增速继续回升，19 年家具行业流量端压力有望得到缓解。据国家统计局数据显示，1-2 月份，全国住宅竣工面积 8925.56 万平方米，同比下降 7.80%，相对去年同期的增速回升 9.30 个百分点。无论精装房还是毛坯房，房屋结构的竣工意味着装修施工的开始。18 年竣工房屋装修支撑今明两年家具消费需求，伴随住宅竣工面积的回暖，19 年家具行业下行压力或将略微缓解。

房屋新开工面积增速 2018 下半年来显著提升，考虑到竣工通常滞后新开工 1~2 年时间，新开工面积的回暖有望推动 19/20 年地产成交有所改善，利好家居家装板块的业绩提升和估值修复。12 月房屋新开工面积为 14817 万平方米，同比增长 23.39%，增速比 11 月加快 0.85pct。1-12 月房屋新开工面积达到 153353 万平方米，累计同比增长 19.70%。

图 5：全国住宅竣工面积及同比增速

图 6：住宅新开工面积累计值及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind



数据来源：山西证券研究所、wind

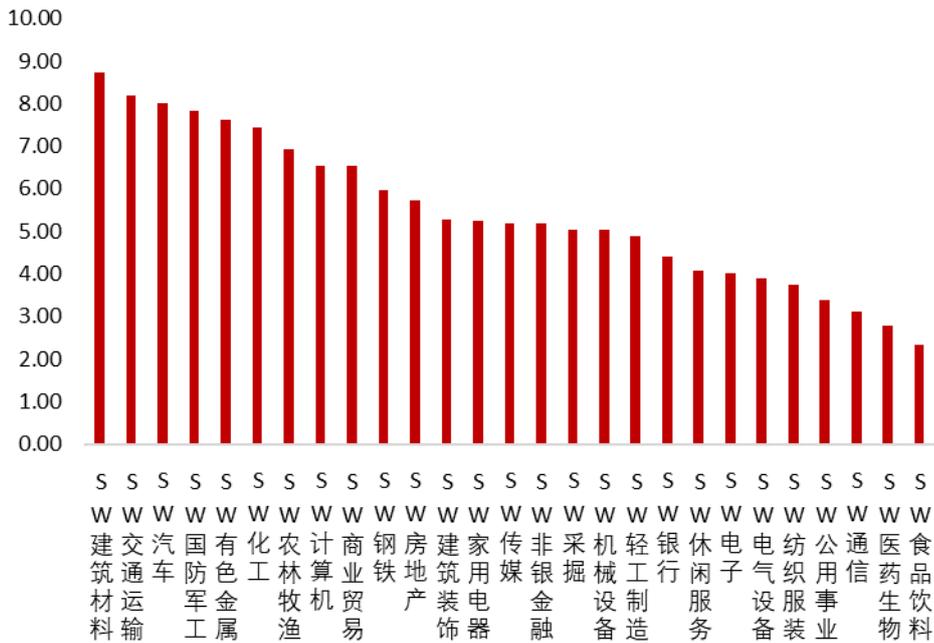
投资建议：办公文具行业，我们继续坚持业绩成长性强和市占率提升的双重选股逻辑，建议优选业绩增长确定、产品线完善、客户资源和订单储备丰富、供应链整合与服务能力优秀的细分龙头，**建议关注**晨光文具、齐心集团。家具行业，我们看好龙头在渠道实力、成本效率控制能力、产品质量等多重优势下跑赢行业。**建议关注**全屋定制+整装领跑行业的尚品宅配，与喜临门强强联手、协同发力的软体龙头顾家家居，以及大家居+信息化厚积薄发的欧派家居。

2. 行情回顾

本周，上证综指上涨 5.04%，报收 3246.57 点，轻工制造指数上涨 4.89%，在申万 27 个一级行业中排名第 18。

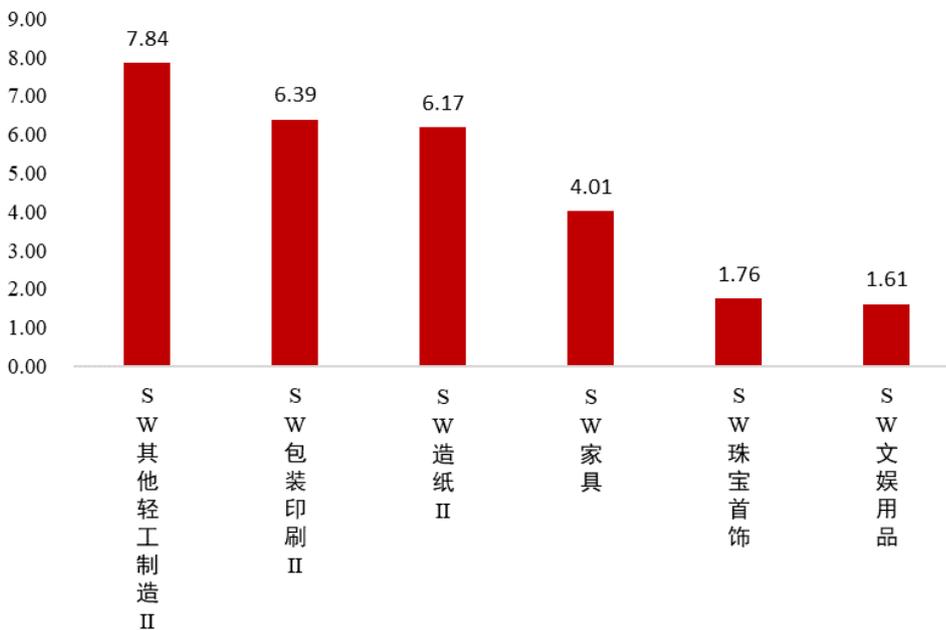
分子行业来看，涨跌幅由高到低分别为：其他轻工制造（7.84%）、包装印刷（6.39%）、造纸（6.17%）、家具（4.01%）、珠宝首饰（1.76%）、文娱用品（1.61%）。

图 7：申万一级行业指数涨跌幅排名



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 8：轻工制造行业各子板块涨跌幅对比（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

个股涨幅前五名分别为：凯恩股份、安妮股份、吉宏股份、爱迪尔、美克家居；跌幅前五名分别为：赫美集团、王子新材、恩捷股份、曲美家居、顾家家居。

表 1：轻工制造行业个股涨跌幅排名

| 一周涨幅前十名 | | | 一周跌幅前十名 | | |
|---------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 证券简称 | 周涨跌幅 (%) | 所属申万三级行业 | 证券简称 | 周涨跌幅 (%) | 所属申万三级行业 |
| 凯恩股份 | 24.5247 | 造纸III | 赫美集团 | -24.2026 | 珠宝首饰 |
| 安妮股份 | 23.6967 | 造纸III | 王子新材 | -7.9046 | 包装印刷III |
| 吉宏股份 | 18.9663 | 包装印刷III | 恩捷股份 | -6.9243 | 其他化学制品 |
| 爱迪尔 | 18.8329 | 珠宝首饰 | 曲美家居 | -2.2703 | 家具 |
| 美克家居 | 18.4211 | 家具 | 顾家家居 | -1.9459 | 家具 |
| 帝欧家居 | 18.4100 | 其他家用轻工 | 通产丽星 | -1.8353 | 包装印刷III |
| 瑞尔特 | 17.0503 | 其他家用轻工 | 晨鸣 B | -1.8182 | 造纸III |
| 劲嘉股份 | 15.8562 | 包装印刷III | 浙江永强 | -1.7722 | 家具 |
| 宜宾纸业 | 15.1410 | 造纸III | 晨光文具 | -1.4595 | 文娱用品 |
| 太阳纸业 | 14.9650 | 造纸III | 实丰文化 | -1.1913 | 文娱用品 |

数据来源：Wind、山西证券研究所

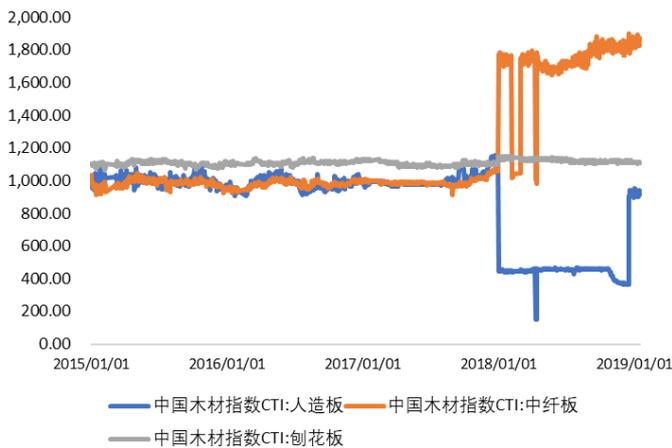
3. 行业重点数据跟踪

3.1 家具

原材料：CIT 刨花板指数 1112.03，本周涨跌幅+0.39%，人造板密度板指数 1107.50，本周涨跌幅-0.17%。
软体家具上游原材料 TDI 国内现货价 13300 元/吨，本周涨跌+300，纯 MDI 现货价 23000 元/吨，本周涨跌+800。

图 9：主要板材价格指数走势

图 10：TDI 和 MDI 价格走势



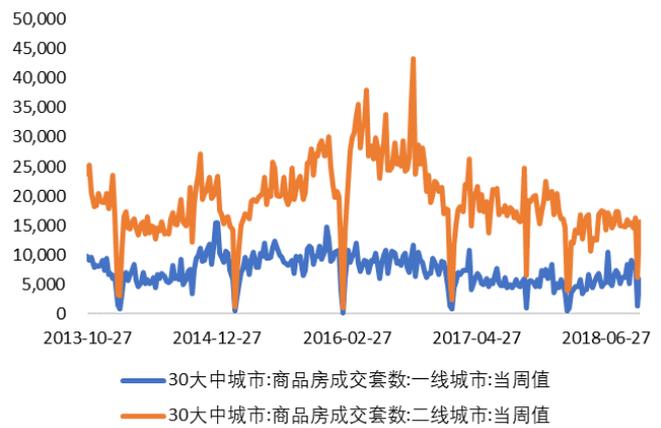
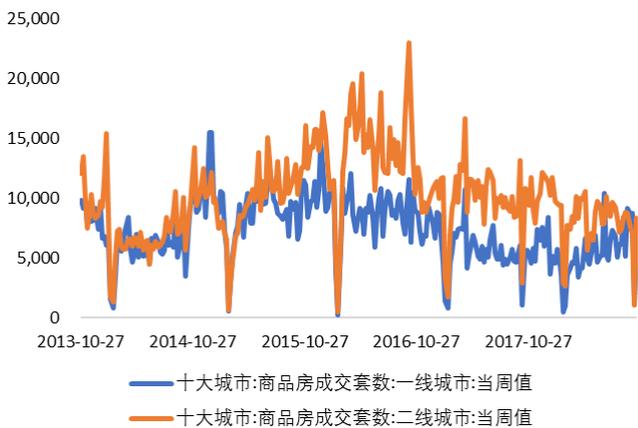
数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

房地产数据跟踪：统计局数据显示，2019年1-2月全国住宅商品房销售面积14102万平方米，累计同比下降3.6%，相对去年同期的增速回升9.30个百分点。

图 11：十大城市商品房成交套数

图 12：30大中城市商品房成交套数



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

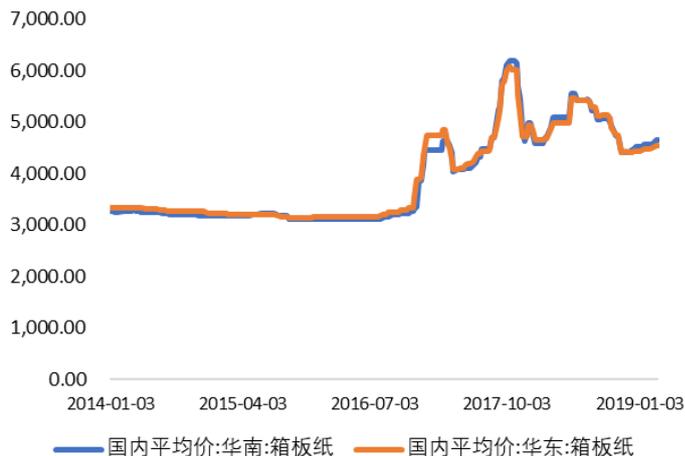
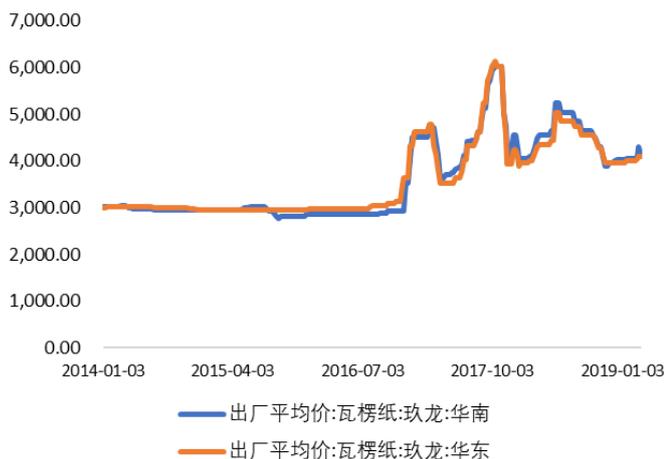
3.2 包装

瓦楞纸：目前市场价 3695 元/吨，本周变化-100 元/吨。

箱板纸：目前市场价格 4427 元/吨，本周变化-116 元/吨。

图 13：瓦楞纸出厂平均价走势（元/吨）

图 14：箱板纸国内平均价走势（元/吨）



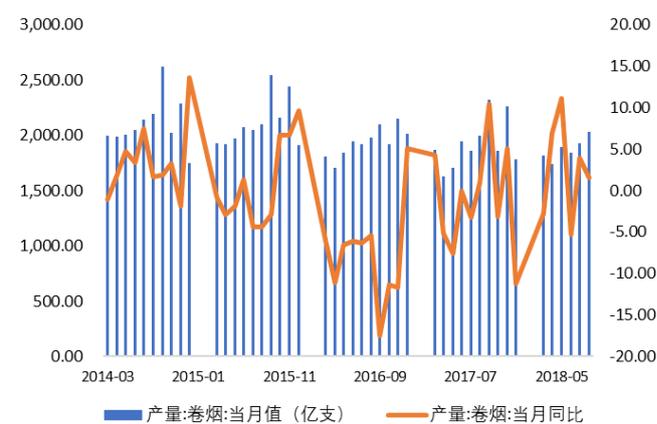
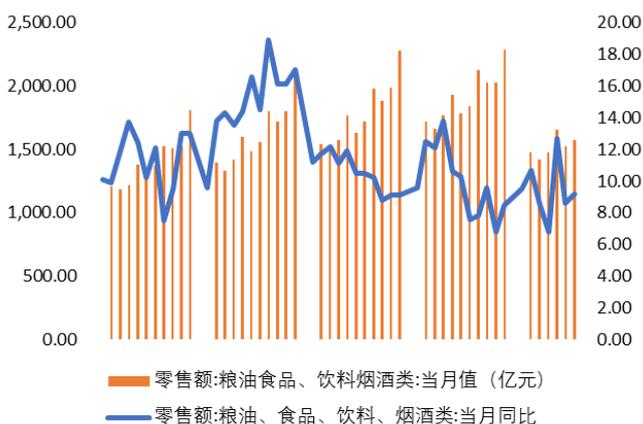
数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

下游行业需求：2019年1-2月，粮油食品、饮料、烟酒零售额为3644.30亿元，同比增长8.70%，增速较去年同期下滑0.8个百分点。2019年1-2月，卷烟累计产量为4969.10亿支，累计同比增加8.20%，增速较去年同期下滑1.0个百分点。

图 15：包装下游行业零售额及增速

图 16：卷烟当月产量及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

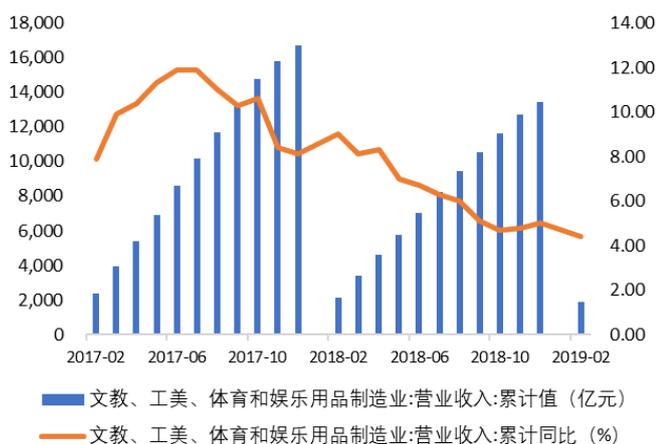
数据来源：山西证券研究所、wind

3.3 文娱及其他

2019年1-2月，文教、工美、体育和娱乐用品营业收入为1912亿元，同比上升4.40%，增速相比去年同期下滑4.6个百分点；利润总额为89.20亿元，同比上升16.00%，增速相比去年同期提升10.7个百分点。

图 17：文教、工美、体育和娱乐用品制造业主营业务收入

图 18：文教、工美、体育和娱乐用品制造业利润总额



数据来源：山西证券研究所、wind



数据来源：山西证券研究所、wind

4.行业动态及重要公告

4.1 行业要闻

➤ 国美布局“舒适家”业务，2019年欲设500家体验厅

根据资料，国美“舒适家”业务涵盖家用中央空调系统、中央供暖系统、中央新风系统、全屋净水系统、安防系统、中央除尘系统、中央热水系统、智能家居系统等8大系统。截至目前，国美已经在全国建立了近200家“舒适家”体验专厅。2019年一季度，国美舒适家销售同比提升376%，仅成都国美4家舒适家生活馆一季度销售即实现493%的增长，带动门店销售整体提升15%。舒适家系统在国外已经很成熟，在国内尚处于引入期，可以说是伴随消费升级逐渐发展起来的新兴领域。不可否认目前舒适家系统的市场规模还比较小，普及率也不够高，但正因为如此，未来前景非常值得期待。（亿欧家居网）

➤ 阿里入股家装服务商“匠多多”

4月1日，阿里巴巴宣布已完成对家装后市场服务商“匠多多”的战略投资，天猫将与后者开展新零售合作，同时双方试点打造“天猫无忧购”居家服务中心，提供灯具、指纹等品类“3小时上门快修”、“送装一体”等服务。（亿欧家居网）

➤ 2019前两个月家具出口568亿元

4月2日，国家海关总署发布2月份外贸进出口数据。其中，前2个月家具出口额达568.1亿元，同比下降1.0%，纺织品出口额1195.7亿元，同比下降3.2%。家具、纺织品、服装、鞋类、塑料制品、箱包、玩具7大类劳动密集型产品合计出口4671.4亿元，同比下降3.9%，占出口总值的19.3%。（亿欧家居网）

➤ 2019年第5批进口废纸许可证公示 核定进口量229.15万吨

4月4日，固废中心公布的2019年第5批限制进口许可证显示，也是第二季度的首次批文，此次批文

核定进口量 229.15 万吨（除去更改口岸数量），核定企业数量 42 家。相较于 2019 年第一季度的第一批文，此次批文核定数量大幅度下降。（中国纸网）

4.2 上市公司重要公告

造纸包装

【顺灏股份】顺灏股份回复关注函称，云南绿新工业大麻种植用地已与所在地村民委员会签订了土地流转协议，第一期种植面积 1,000 亩，已办结流转土地数量为 935 亩；本年度采用云麻 7 号种子进行种植，目前已签订种子购买协议且种植土地已翻地并做好了种植的准备工作。由于当地近期天气干燥的原因，当地工业大麻播种日期延后，云南绿新原定 3 月份的播种亦未如期进行，预计亦将推迟于清明雨水后播种。

成品家具、软体家具

【顾家家居】2019 年 4 月 1 日，公司接到公司控股股东倪张根先生的通知，其质押给广发证券股份有限公司的部分有限售条件限售股份已解除质押上述质押股份已于 2019 年 4 月 1 日部分解除质押，本次解除质押股份数量为 500 万股，占公司总股本的 2.07%。截至本公告日，倪张根先生持有公司股份 154,154,861 股，占公司总股本的 63.78%，本次解质后剩余被质押股数为 8,415.00 万股，占其持股总数的 54.59%，占公司总股本的 34.82%。

定制家具

【志邦家居】2018 年年度报告：2018 年公司实现营业收入 24.33 亿，同比增长 12.80%；实现归属于母公司所有者的净利润 2.73 亿，同比增长 16.51%。

【顶固集创】2018 年年度报告：报告期内，公司实现营业总收入 8.30 亿元，较上年同期增长 2.86%；实现归属于上市公司股东净利润 7651.27 万元，较上年同期增长 2.96%。

【皮阿诺】2018 年年度报告：报告期内，公司实现营收 11.1 亿元，同比增长 34.34%；归属于上市公司股东的净利润 1.42 亿元，同比增长 37.95%；基本每股收益为 0.91 元，同比增长 35.82%。

文娱用品及其他

【珠江钢琴】关于收到政府补助的公告：近日，集团公司、恺撒堡公司及艾莱森收到市级财政补助 159.86 万元。本次政府补助为现金形式，与各公司日常经营活动相关，资金已于近期划拨到上述公司资金账户。恺撒堡公司及艾莱森均纳入集团公司合并报表范围，本次收到政府补助对集团公司及子公司增加当期利润共计 159.86 万元。项目补助资金专款专用，用于集团公司及子公司的科技项目研发支出。



5.风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；整装业务拓展不及预期；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险等。

投资评级的说明：

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。